

PSL 对货币金融环境的三重影响

--金融高频数据周报（2023 年 11 月 20 日-11 月 24 日）

核心观点：

近期召开的中央金融工作会议强调加快“三大工程”建设，“充实货币政策工具箱”。11月8日，中国人民银行行长在2023金融街论坛年会上的讲话提到央行下一步“为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持”。市场预期央行可能使用抵押补充贷款PSL为“三大工程”提供资金支持。

抵押补充贷款 PSL 历史回顾：

设立：2014年为开发性金融支持棚改，中国人民银行创设PSL，旨在提供长期稳定、成本适当的资金来源。PSL的主要功能是“支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资”。

发放对象及原则：发放对象包括国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行，以及经国务院批准的其他金融机构。实行“特定用途、专款专用、保本微利、确保安全”的原则。

贷款用途：根据2016年中国人民银行的公告，金融机构根据自身业务范围，确定不同用途。国家开发银行：用于发放棚户区改造贷款、城市地下综合管廊贷款；中国进出口银行：用于发放境外人民币贷款、军品贷款、国际产能合作和装备制造合作（含核电、铁路）、“一带一路”等四类贷款；中国农业发展银行：用于发放重大水利工程过桥贷款、水利建设贷款、棚户区改造贷款、农村公路贷款等四类贷款；经国务院批准，中国人民银行可以确定和调整其特定用途。2016年之后，PSL支持的贷款用途范围在逐渐扩大，还包括先进制造业、生态环保、基建等。

两个集中使用 PSL 的时期：2015-2016 年支持棚改；2022 年支持基建。

PSL 对货币金融环境的三重影响：信用扩张、市场利率和流动性、降息降准

分析 1：PSL 具有杠杆效应，可以拉动贷款，推升社融增速，支撑信用扩张。2015-2016 年 PSL 有效支持棚改货币化安置，推动地产板块的回暖，带动私人部门信贷扩张。2022 年 PSL 支持基建，拉动企业中长贷快速回升。根据央行 2022 年 3 季度货币政策执行报告专栏文章《发挥政策性开发性金融工具作用 助力基础设施建设稳定宏观经济大盘》的公开披露“截至 2022 年 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元”“目前各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超 3.5 万亿元”。具此粗略估算每 1 万亿的 PSL 将拉动社融存量增速约 1 个百分点。

分析 2：PSL 可以增加基础货币，具有货币投放的功能，会对资金利率水平产生影响，使其偏离政策利率，同时启动初期可能带来流动性边际收紧的影响。由于商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞，所以启动初期有可能对狭义流动性产生一定冲击。

分析 3：观察历史上两次 PSL 启动集中使用时期，货币政策通常配合使用降息、降准。2015 年全年政策利率下调约 120BP，2022 年 8 月下调 5BP。如果央行再次使用 PSL 为“三大工程”提供资金支持，很可能再次使用降息。我们预期 2024 年仍将有 2 次总计 20BP 的降息幅度。同时，PSL 集中使用、政府债券发行对流动性均会产生影响，降准的必要性上升。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

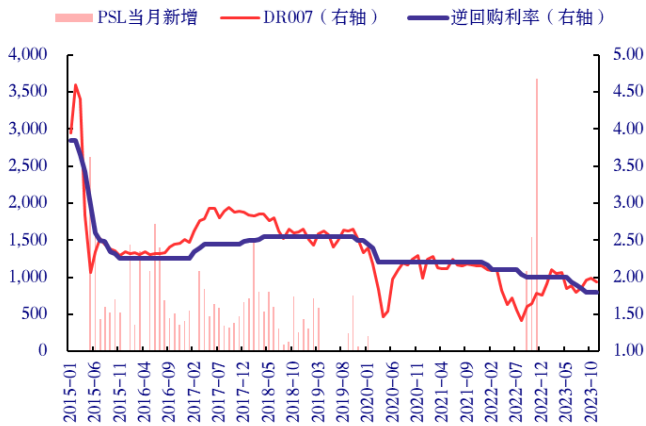
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

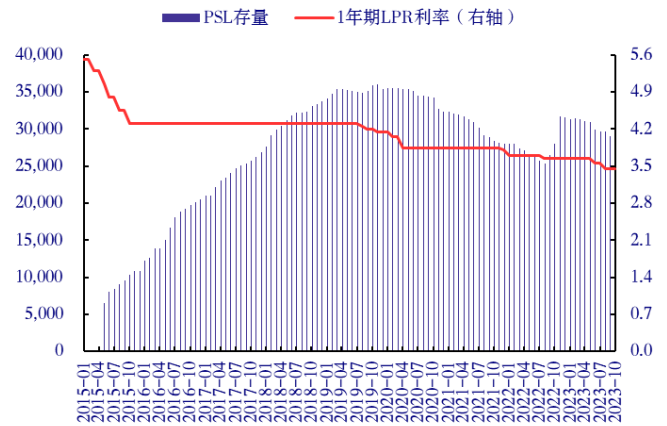
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

图1: PSL 当月新增与资金利率 (亿元, %)



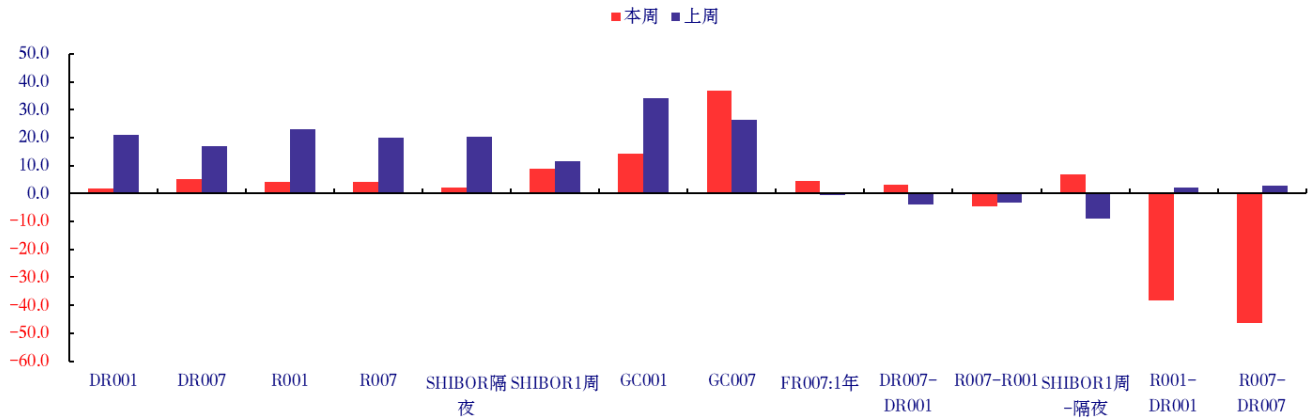
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: PSL 存量与 LPR 利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

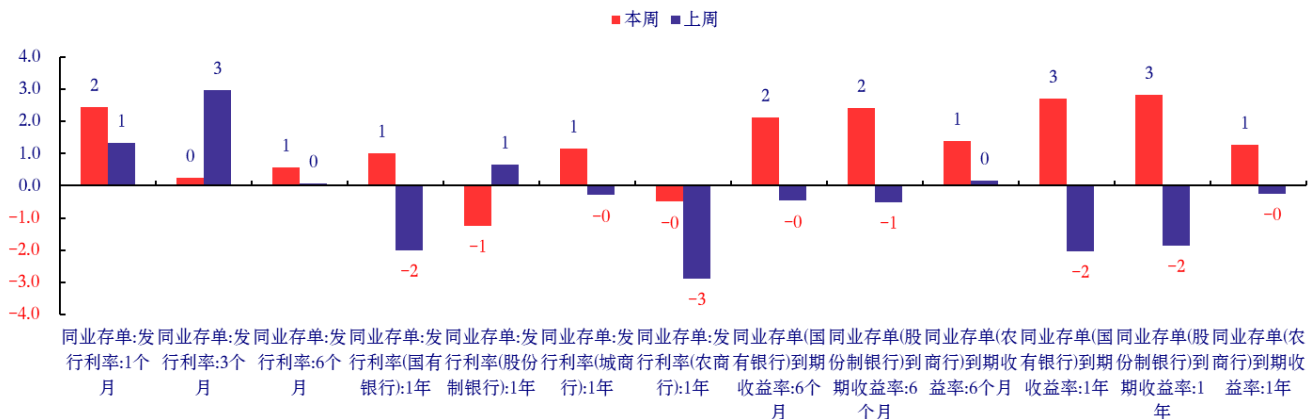
图3: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周: 11月20日-11月24日, 上周: 11月13日-11月17日, 上上周: 11月06日-11月10日

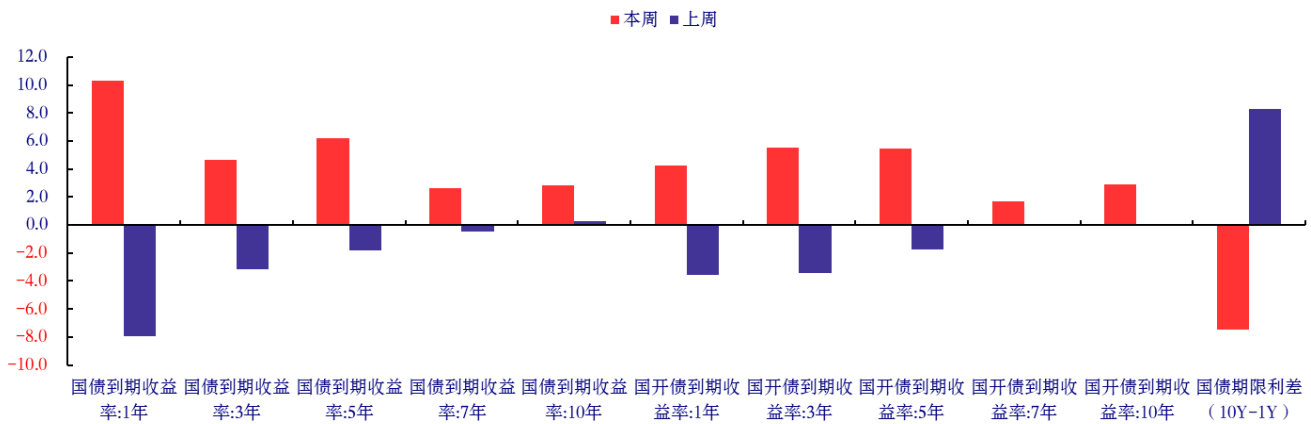
图4: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周: 11月20日-11月24日, 上周: 11月13日-11月17日, 上上周: 11月06日-11月10日

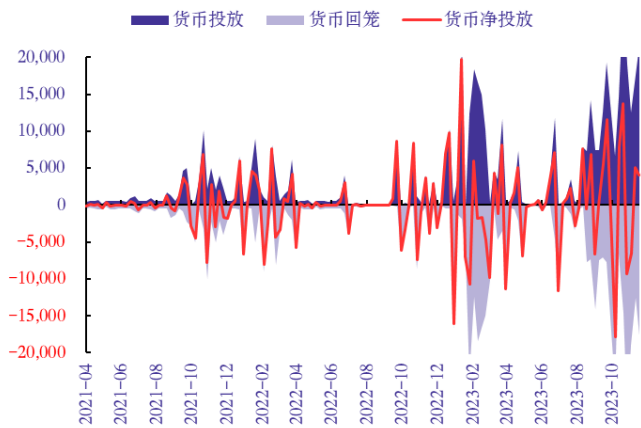
图5：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

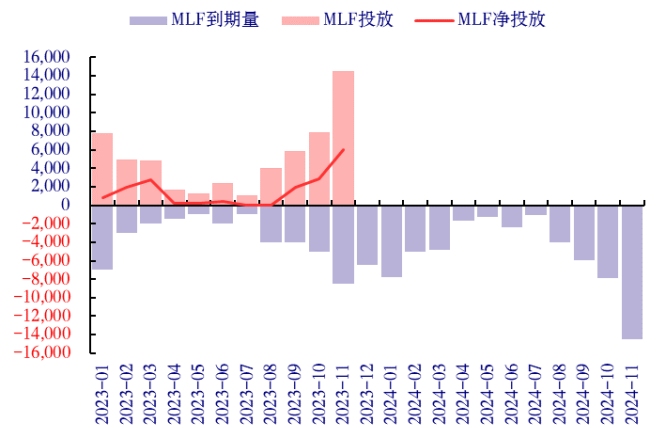
本周：11月20日-11月24日，上周：11月13日-11月17日，上上周：11月06日-11月10日

图6：央行公开市场净投放4060亿元（亿元）



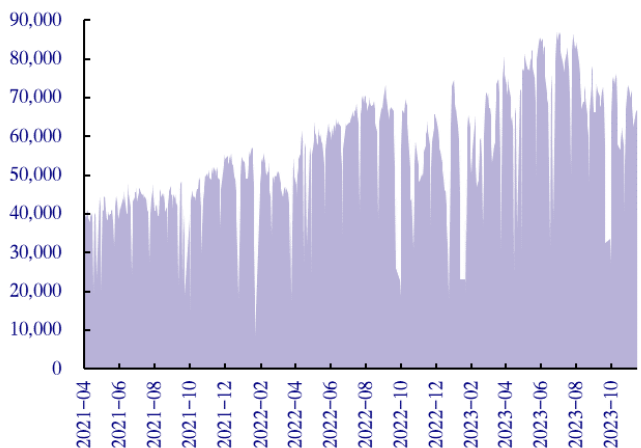
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：11月MLF平价超量6000亿续作（亿元）



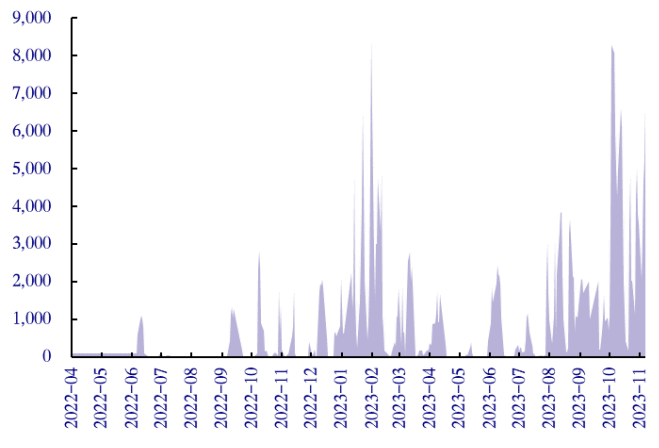
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：银行间质押式回购日均成交量小幅回落至约6.6万亿（亿元）



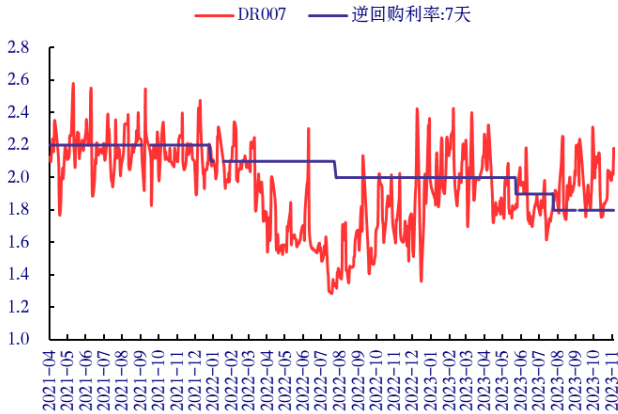
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：7天逆回购规模本周合计21670亿（亿元）



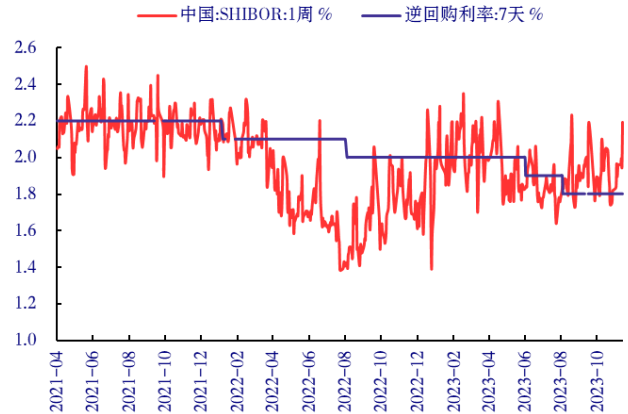
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10: DR007 上升至 2.1805% (%)



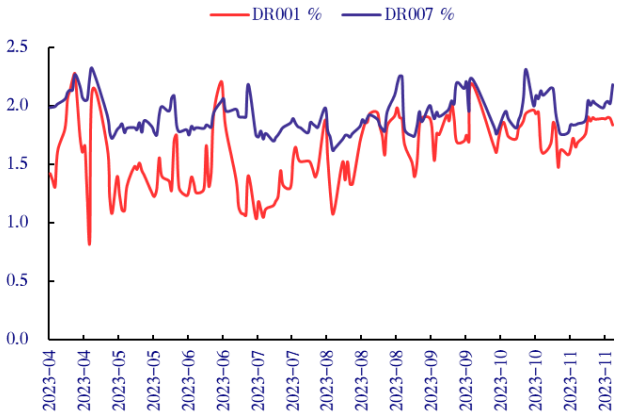
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: SHIBOR007 上升至 2.1950%



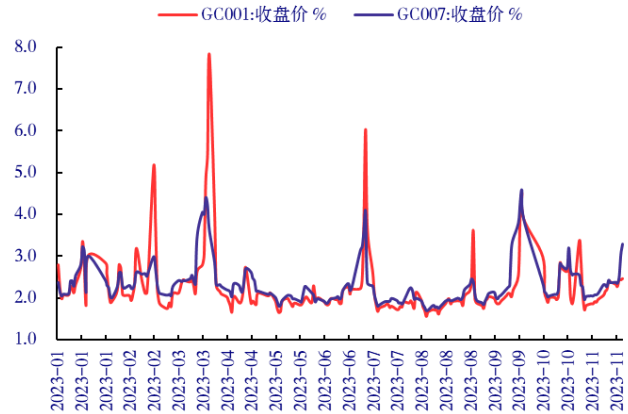
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: DR007 与 DR001 利差扩大至 34BP



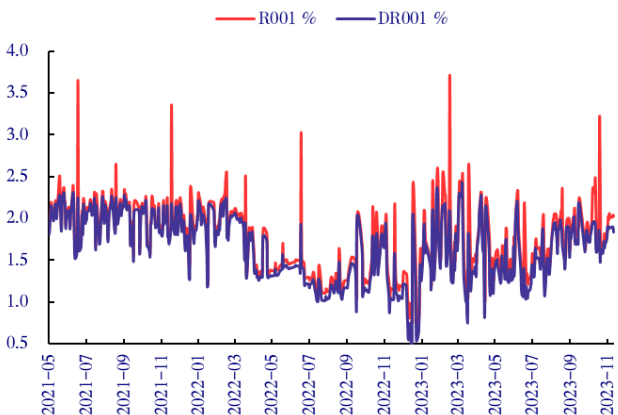
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 上证所国债回购利率上行



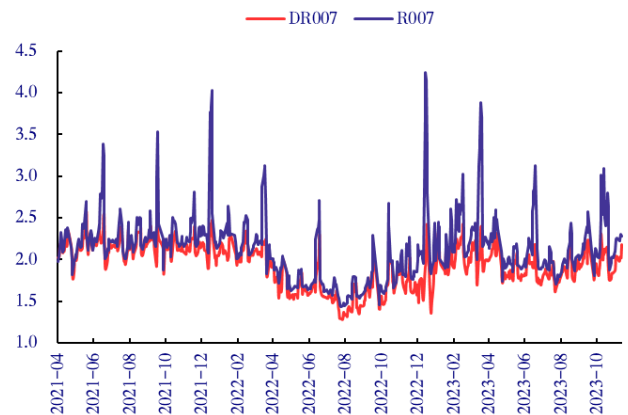
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: R001 和 DR001 利差扩大



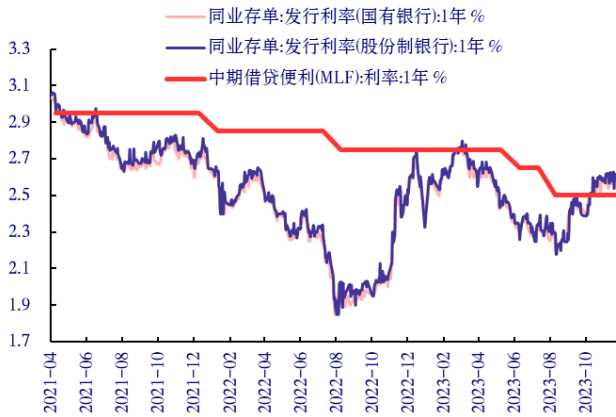
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: R007 和 DR007 利差扩大 (%)



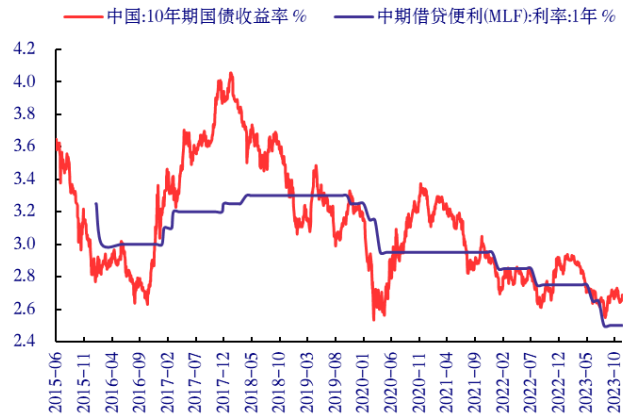
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 同业存单发行利率与 MLF 利率



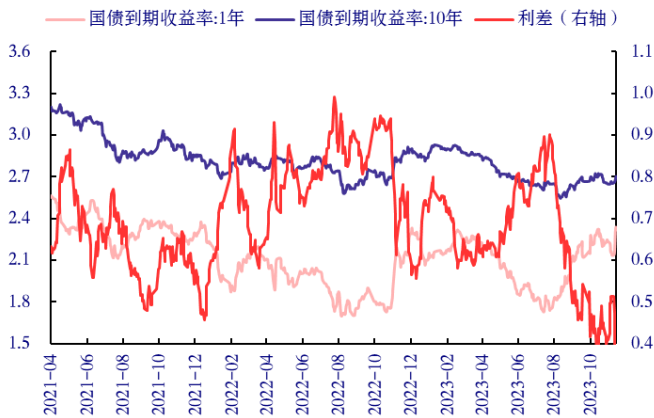
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与 MLF 利率



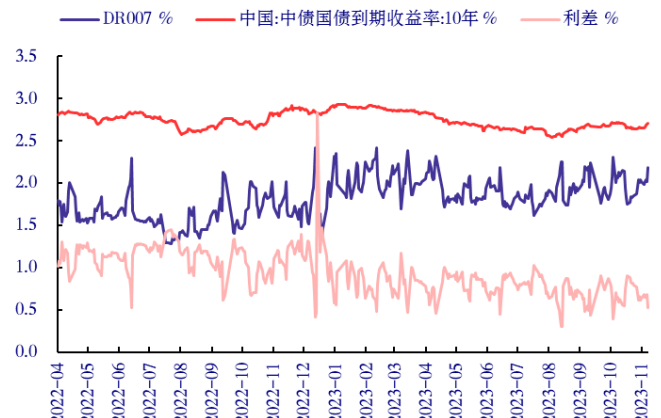
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 国债收益率利差缩小 (%)



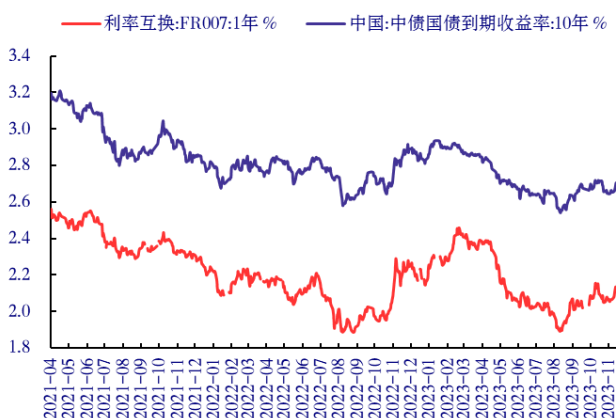
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 10年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 52BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差缩小



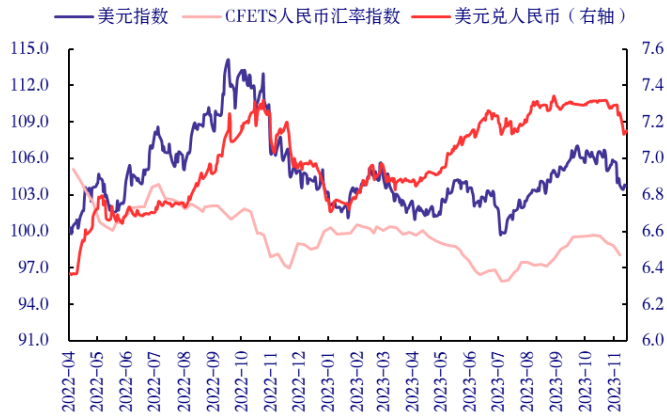
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 一年期 FR007 上升



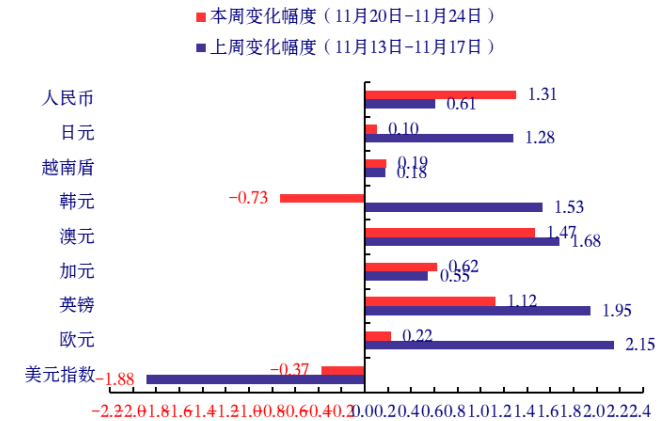
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 美元指数下行



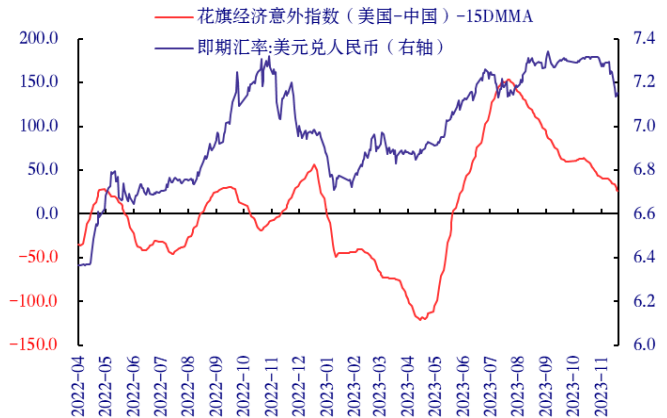
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 非美货币升值(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 花旗经济意外指数差值缩小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.53%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: PSL 当月新增与资金利率 (亿元, %)	2
图 2: PSL 存量与 LPR 利率 (亿元, %)	2
图 3: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 4: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 5: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 6: 央行公开市场净投放 4060 亿元 (亿元)	3
图 7: 11 月 MLF 平价超量 6000 亿续作 (亿元)	3
图 8: 银行间质押式回购日均成交量小幅回落至约 6.6 万亿 (亿元)	3
图 9: 7 天逆回购规模本周合计 21670 亿 (亿元)	3
图 10: DR007 上升至 2.1805% (%)	4
图 11: SHIBOR007 上升至 2.1950%	4
图 12: DR007 与 DR001 利差扩大至 34BP	4
图 13: 上证所国债回购利率上行	4
图 14: R001 和 DR001 利差扩大	4
图 15: R007 和 DR007 利差扩大 (%)	4
图 16: 同业存单发行利率与 MLF 利率	5
图 17: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	5
图 18: 国债收益率利差缩小 (%)	5
图 19: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 52BP	5
图 20: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差缩小	5
图 21: 一年期 FR007 上升	5
图 22: 美元指数下行	6
图 23: 非美货币升值 (%)	6
图 24: 花旗经济意外指数差值缩小	6
图 25: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.53%	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn